

Tilburg University

Economische Aspecten van Deugdelijk Ondernemingsbestuur

van Damme, E.E.C.

Publication date:
2005

Document Version
Publisher's PDF, also known as Version of record

[Link to publication in Tilburg University Research Portal](#)

Citation for published version (APA):
van Damme, E. E. C. (2005). *Economische Aspecten van Deugdelijk Ondernemingsbestuur*. (TILEC Discussion Paper; Vol. 2005-012). TILEC.

General rights

Copyright and moral rights for the publications made accessible in the public portal are retained by the authors and/or other copyright owners and it is a condition of accessing publications that users recognise and abide by the legal requirements associated with these rights.

- Users may download and print one copy of any publication from the public portal for the purpose of private study or research.
- You may not further distribute the material or use it for any profit-making activity or commercial gain
- You may freely distribute the URL identifying the publication in the public portal

Take down policy

If you believe that this document breaches copyright please contact us providing details, and we will remove access to the work immediately and investigate your claim.

TILEC

TILEC Discussion Paper

ECONOMISCHE ASPECTEN VAN DEUGDELIJK ONDERNEMINGSBESTUUR[#]

Eric van Damme^{*}

CentER en TILEC
Universiteit van Tilburg

Oktober 2004
Herzien Januari 2005

Abstract: In dit artikel geef ik een beknopt overzicht van de moderne economische literatuur op het gebied van corporate governance en lever ik op basis van de inzichten uit die literatuur kort commentaar op de Nederlandse *corporate governance* code, zoals geformuleerd door de commissie Tabaksblat.

[#] Gebaseerd op een voordracht tijdens het symposium “The visible hand”, georganiseerd door de Wim Drees Stichting voor Openbare Financiën, Den Haag, 9 december 2003. Te verschijnen in een boek met dezelfde titel in 2005.

^{*} Prof.dr. E.E.C. van Damme, CentER for Economic Research en Tilburg Law and Economics Center (TILEC), Universiteit van Tilburg, Postbus 90153, 5000 LE Tilburg. Tel +31-13-4663045, Fax +31-13-4663266, e-mail: Eric.vanDamme@uvt.nl, <http://center.uvt.nl/staff/vdamme/>.

1. INLEIDING

Het succes van de moderne naamloze vennootschap is een grote puzzel: waarom zijn miljoenen mensen bereid een groot gedeelte van hun kapitaal direct of indirect toe te vertrouwen aan ondernemingen die geleid worden door managers waarvan niet verwacht mag worden dat ze veel belang in hun welzijn zullen stellen? Wat geeft aandeelhouders het vertrouwen dat ze een redelijk rendement op hun investering zullen behalen? In het verleden betaalde een langdurige belegging in een gespreid mandje van aandelen prima uit, maar, zoals de bekende reclameleuze stelt “in het verleden behaalde rendementen bieden geen garantie voor de toekomst”.

Adam Smith had zich, in de *Wealth of Nations*, reeds bijzonder sceptisch getoond:

“The directors of such [joint-stock] companies, however, being the managers rather of other people’s money than of their own, it cannot well be expected, that they should watch over it with the same anxious vigilance with which the partners in a private copartnery frequently watch over their own. Like the stewards of a rich man, they are apt to consider attention to small matters as not for their master’s honour and very easily give themselves a dispensation from having it. Negligence and profusion, therefore, must always prevail, more or less, in the management of the affairs of such a company.” (*Wealth of Nations* Boek V, Hoofdstuk 1, Deel III, Artikel 1.)

In het volgende hoofdstuk van boek V van de *Wealth of Nations* gaat Smith uitgebreider in op rentmeesterschap en op de risico’s die men loopt wanneer men, zoals een vorst, zijn geld aan een ander toevertrouwt.

“Princes, however, have frequently engaged in many other mercantile projects, and have been willing, like private persons, to mend their fortunes by becoming adventurers in the common branches of trade. They have scarce ever succeeded. The profusion with which the affairs of princes are always managed renders it almost impossible that they should. The agents of a prince regard the wealth of their master as inexhaustible; are careless at what price they buy; are careless at what price they sell; are careless at what expense they transport his goods from one place to the other.” (*Wealth of Nations* Boek V, hoofdstuk II, deel I)

Adam Smith ging uit van individueel eigenbelang, hij wees op de belangentegenstelling tussen de aandeelhouders en de managers van een onderneming en hij vroeg aandacht voor het agentschapprobleem: hoe kunnen de aandeelhouders ervoor zorgen dat de leiding van het bedrijf in hun belang handelt? De citaten maken duidelijk dat Smith zelf pessimistisch was over de mogelijke oplossing van dit agentschapprobleem. Ook de auteurs van het baanbrekende werk op dit gebied uit de vorige eeuw, Berle en Means (1932), die (opnieuw) aandacht vroegen voor de gevolgen van de steeds verder voortschrijdende scheiding tussen de eigendom en het bestuur van ondernemingen, toonden zich pessimistisch. Het ontegenzeggelijk succes van de naamloze vennootschap laat echter zien dat er klaarblijkelijk mechanismen denkbaar en implementeerbaar zijn die dit belangenconflict tegen aanvaardbare kosten oplossen. De kern van de *corporate governance* discussie, de vraag hoe deugdelijk ondernemingsbestuur te garanderen, betreft de vraag welke mechanismen dat zijn en hoe die geïmplementeerd kunnen worden. In deze bijdrage geven we een beknopt overzicht van de moderne economische literatuur op dit terrein,¹ die zijn oorsprong vindt in het fundamentele artikel Jensen en Meckling (1976), waarin het agentschapprobleem voor het eerst geformaliseerd werd. Tevens geven we op basis van de inzichten uit die literatuur kort commentaar op de Nederlandse *corporate governance* code, zoals geformuleerd door de commissie Tabaksblat (Commissie Corporate Governance, 2003).

Ons uitgangspunt in dit artikel is hetzelfde als dat van de commissie Tabaksblat: we zien een vennootschap als een lange termijn samenwerkingsverband van verschillende partijen (werknemers, aandeelhouders, andere kapitaalverschaffers; en meer indirect toeleveranciers, afnemers, de overheid en andere partijen) dat gericht is op het creëren van aandeelhouderswaarde op de lange termijn. De onderneming heeft dus een eenduidig doel en kan beoordeeld worden op de mate waarin zij dat doel bereikt. Dat we kiezen voor het aandeelhoudersperspectief, en niet voor het stakeholdersperspectief, impliceert niet dat de andere belanghebbenden gemarginaliseerd worden: maximalisatie van aandeelhouderswaarde op de lange termijn is niet mogelijk als de andere stakeholders niet goed bediend worden; zij moeten vertrouwen hebben dat ook hun belangen goed geborgd zijn. Via contracten is

¹ Voor een uitgebreider overzicht, waarin in het bijzonder meer aandacht besteed wordt aan de empirie,

dat tot op zekere hoogte het geval; de aandeelhouder is de *residual claimant*, hij is het slechtst beschermd, hij heeft in essentie alleen het recht weer uit de onderneming te stappen. De focus op de aandeelhouder, de zwakste partij, is dus gerechtvaardigd; zie hierover ook Jensen (2001). Dat de doelstelling ééndimensionaal is impliceert overigens niet dat deze eenvoudig meetbaar is. Alleen als kapitaalmarkten efficiënt zijn in de meest sterke betekenis van het woord (alle publieke en private informatie is reeds in de koers inbegrepen) is de huidige beurswaarde van het bedrijf een goede afspiegeling van de lange termijn aandeelhouderswaarde. Over de consequenties van kapitaalmarktinefficiëntie komen we later in dit artikel nog uitvoerig te spreken.

Het agentschapprobleem wordt veroorzaakt door de informatievoorsprong die de agent (het bestuur van de onderneming) heeft op de principaal (de aandeelhouders) en door de niet volledige parallellie tussen de belangen van de principaal en die van de agent. Bij gelijke informatie of gedeelde belangen is er geen probleem, zoals we in de volgende Sectie, waar we de essentie van het agentschapprobleem behandelen, laten zien. In de daarop volgende Sectie 3 laten we zien dat de markt dit probleem niet zelf oplost (Adam Smith's *invisible hand* werkt niet) zodat het probleem inderdaad serieus te nemen is. In de economische literatuur worden drie oplossingsrichtingen onderscheiden: het probleem kan "opgelost", of op zijn minst verzacht, worden door de informatieachterstand van de principaal te beperken, door de belangentegenstelling tussen partijen te reduceren, of door de ruimte voor opportunistisch gedrag van de agent in te perken. Transparantiebepalingen pogen een meer gelijk speelveld voor wat betreft informatie te bewerkstelligen; ze maken verantwoordelijkheden helder, zodat de gewenste acties eenvoudiger via het juridische systeem afgedwongen kunnen worden. Dergelijke bepalingen zijn fundamenteel en ze spelen in diverse *corporate governance* codes dan ook een zeer belangrijke rol; zie bijvoorbeeld OECD (2004). In deze bijdrage zullen echter de twee andere oplossingsrichtingen centraal staan.

De belangentegenstelling tussen bestuurders en aandeelhouders kan gereduceerd worden door de bestuurders direct te belonen voor handelingen waarvan de aandeelhouders profiteren. De vraag is hier dus welke de meest gewenste beloningsstructuur voor bestuurders is, en deze vraag staat centraal in Sectie 4 van dit

zie Becht, Bolton en Roëll (2003)

artikel. De ruimte voor opportunistisch gedrag van de agent kan worden ingeperkt door diens discretionaire bevoegdheid te beperken of door toezicht op zijn handelen. Bij deze oplossingsrichting speelt echter tevens een belangenconflict tussen de aandeelhouders: het *free rider* probleem. Alle aandeelhouders profiteren immers van het “goed gedrag” van de bestuurder dat door het toezicht wordt uitgelokt, en de extra aandeelhouderswaarde die zo gecreëerd wordt. De vraag is dus wie (de kosten van) het toezicht voor zijn rekening moet nemen. Een belangrijke tweede vraag is hoe het toezicht op de toezichthouder georganiseerd moet worden om samenspanning tussen bestuur en toezichthouder te voorkomen: hoe kan het systeem van toezicht optimaal vormgegeven worden? In Sectie 5 behandelen we een aantal aspecten van dit probleem, met de nadruk op gedelegeerd toezicht door de raad van commissarissen.

Het zal duidelijk zijn dat, binnen de twee genoemde oplossingsrichtingen, diverse varianten denkbaar zijn en dat deze alle met kosten gemoeid zijn. In het algemeen zullen we laten zien dat geen enkel mechanisme ideaal is en dat gebruik van economische inzichten (“een beetje theorie”) niet alleen nuttig, maar ook gevaarlijk kan zijn. Een tweede les is dat nog veel vragen open zijn, zowel theoretisch als empirisch.

2. HET CORPORATE GOVERNANCE PROBLEEM

Het *corporate governance* probleem wordt veroorzaakt door asymmetrische informatie en een belangentegenstelling (of niet volledige belangenparallelle) tussen eigenaren en bestuurders (het agentschapprobleem), en door een collectief actieprobleem tussen eigenaren onderling (het meelifersprobleem). Een *corporate governance* structuur heeft als doel deze twee problemen tegelijkertijd op te lossen. In de preambule van de Nederlandse *corporate governance* code is te lezen dat deze als doel heeft goed ondernemerschap te bevorderen (waaronder begrepen integer en transparant handelen van het bestuur) alsmede goed toezicht op dat bestuur te bewerkstelligen (waaronder tevens begrepen afleggen van verantwoording over dat gevoerde toezicht). In de mathematische bijlage bij dit artikel behandel ik, geïnspireerd op Jensen en Meckling (1976), een zeer gestileerd voorbeeld waarmee ik de essentie van het *corporate governance* probleem illustreer. Het voorbeeld

(‘model’) is opgenomen om de lezer een idee te geven van de economische manier van redeneren en structureren. In de hoofdttekst beperk ik me tot een verbale weergave van het model en de daaruit volgende resultaten.

We gaan uit van de situatie waarin een aandeelhouder A een manager/bestuurder B inhuurt om voor hem een project uit te voeren. Het project kan een succes worden of kan falen en de uitkomst (opbrengst) hangt af van de acties van de manager, van de mate waarin deze zich inspant. We veronderstellen dat A risiconeutraal is, en alleen geïnteresseerd is in de verwachte (netto) opbrengst van het project, terwijl B risico-avers is, alleen door geld gemotiveerd wordt en liever lui dan moe is. Het belangenconflict is nu dat A liefst ziet dat B zich inspant, maar dat dit voor B met kosten gepaard gaat, zodat B niet automatisch zal doen wat A wenst. De kern van het agentschapprobleem is de vraag: hoe kan A garanderen dat B zich inspant en datgene doet wat A wenst? Anders geformuleerd: welk arbeidscontract zullen A en B afsluiten?

In de mathematische appendix analyseren we dit contracteringsprobleem voor drie verschillende situaties. Twee vragen moeten steeds beantwoord worden: hoe wordt het totale surplus gemaximaliseerd en hoe wordt het surplus verdeeld? De eerste vraag is in principe eenvoudig op te lossen: omdat A risiconeutraal is en B risico-avers, is het (Pareto) optimaal als A en B een contract afsluiten waarbij het risico volledig bij A ligt; bij elk ander contract is het mogelijk het nut van minstens een van de betrokkenen (A of B) te verhogen zonder dat de ander erop achteruit gaat. Asymmetrische informatie kan er echter toe leiden dat een dergelijk *first best* contract niet realiseerbaar is. Met betrekking tot de tweede vraag nemen we in onze analyse aan dat de markt voor managers competitief is, zodat A zich het gehele surplus kan toe-eigenen. Deze aanname is standaard in de principaal-agent literatuur, maar daarmee nog niet noodzakelijk juist. In Sectie 4 van dit artikel zullen we stilstaan bij de recente literatuur die juist betoogt dat de onderhandelingsmacht volledig bij B ligt.

De eerste situatie die we analyseren is de *first best* situatie: A kan kosteloos waarnemen wat B doet en kan dus direct afdwingen dat B de gewenste actie kiest, bijvoorbeeld door B niet (of minder) te betalen als B iets anders doet. In dit geval moet B slechts gecompenseerd worden voor de inspanning die hij verricht. Het

contract dat tot stand zal komen is een “inputcontract:” B wordt betaald voor wat hij doet, niet voor wat dat oplevert. Zo’n contract is (bijna per definitie) het meest gunstig voor de aandeelhouder; het leidt tot aandeelhouderswaarde V_I .

In de tweede situatie is wat B doet niet kosteloos waar te nemen. A kan echter wel toezicht houden, en dergelijk toezicht, zo nemen we aan, levert informatie over wat B doet. Indien de kosten voor toezicht gelijk zijn aan m , dan zal de aandeelhouderswaarde in dit geval gelijk zijn aan $V_m = V_I - m$. Merk op dat als m hoog is, V_m negatief wordt zodat A dan zeker niet voor deze optie zal kiezen. Toezicht loont alleen als de kosten niet te hoog zijn. Als gevolg van het agentschapsprobleem zullen projecten met positieve waarde niet noodzakelijk uitgevoerd worden. Transparantie verlaagt de kosten van toezicht en leidt tot meer waardecreatie.

Toezicht is echter niet de enige mogelijkheid om B ertoe te brengen zich in te spannen: A kan B een dusdanig contract aanbieden dat het in B ’s eigenbelang is datgene te doen wat A wil. Een mogelijkheid hiertoe is dat A het project aan B verkoopt: een *management buyout*. Op deze manier wordt het probleem geïnternaliseerd, deze oplossing vereist echter dat B voldoende middelen heeft. Zelfs indien dat het geval is, is deze oplossing echter niet efficiënt, B draagt in dit geval immers al het risico. Het is efficiënter als A eigenaar blijft, ten dele het risico blijft dragen, en een prestatiecontract met B afsprekt: het loon conditioneert niet op de inspanning van B (het is te kostbaar om die te monitoren), maar op het bereikte resultaat: B wordt beloond als de uitkomst gunstig is voor A . Om B op deze manier te prikkelen, moet een hoger (verwacht) loon geboden worden dan in de *first best* situatie, bijgevolg is de aandeelhouderswaarde V_p ook in dit geval kleiner dan V_I .

De *first best* is de theoretische *benchmark*, maar deze is praktisch niet realiseerbaar. In de praktijk heeft A de keuze tussen toezicht hetgeen hem de winst V_m oplevert of prikkelen, hetgeen tot aandeelhouderswaarde V_p leidt; hij kiest wat voor hem het meest gunstig is. In bepaalde gevallen is toezicht effectiever, in andere is een prestatiecontract optimaal, en het model maakt inzichtelijk in welke situaties wat het geval zal zijn. Wat de aandeelhouder echter ook kiest, de waarde van zijn bedrijf, het maximum van V_m en V_p , is geringer dan wanneer er geen agentschapsprobleem zou zijn: om het corporate governance probleem op te lossen moeten kosten gemaakt

worden. Soms zijn de kosten zo hoog dat toezicht noch prikkelen soelaas biedt; de aandeelhouder zal dan van het project afzien, dit hoewel het project in principe een positieve waarde heeft. Een goede *corporate governance* structuur moet ertoe leiden dat de kosten van agentschapprobleem zo gering mogelijk zijn, zodat zo weinig mogelijk economische waarde verloren gaat.

De praktijk is substantieel ingewikkelder dan ons voorbeeld: er zijn meerdere kapitaalverschaffers (meerdere *A*'s) en het bedrijf bestaat niet alleen uit de bestuurder *B*. Indien voor monitoring gekozen wordt, is de vraag wie de kosten verbonden aan het toezicht voor zijn rekening moet nemen. Dubbele monitoring is ineffectief, maar minstens één van de partijen moet het doen en elke aandeelhouder heeft liever dat een ander dat doet: er is een *free rider* probleem. Zelfs als de *A*'s in staat zijn dit probleem op te lossen, bijvoorbeeld door een Raad van Commissarissen, *C*, in te stellen, ontstaat een nieuw probleem: hoe ervoor te zorgen dat *C* de taak serieus neemt en niet onder een hoedje speelt met *B* (collusie)?

Merk op dat er tussen de *A*'s geen conflict is over welk prikkelcontract optimaal is. Echter, het feit dat *B* niet de enige is die in het bedrijf werkt impliceert dat prikkelcontracten niet zo eenvoudig te implementeren zijn als in ons voorbeeld. Of een project een succes wordt of niet hangt niet alleen af van de inspanningen van *B*, maar ook van die van de andere werknemers. Als *B* de enige is met een *high powered incentive scheme*, dat wil zeggen een beloning die bij succes veel hoger is dan bij falen, heeft dit mogelijk negatieve repercussies voor de motivatie van de anderen en wellicht zelfs voor de uiteindelijke kans op succes: een prestatiecontract kan negatief uitwerken; zie bijvoorbeeld Bewley (1999), of Frey en Osterloh (2004).

Tenslotte zijn er nog een groot aantal praktische aspecten. Is in de praktijk succes wel zo goed te meten als in het voorbeeld? Kan *B* de uitkomst manipuleren en pretenderen dat het project succesvol is, terwijl dat uiteindelijk toch niet zo is? Leidt prestatiebeloning tot een sterkere prikkel tot manipulatie en daarmee uiteindelijk tot slechtere prestaties? Schiet het systeem zijn doel voorbij? Hoe moeten de parameters gekozen worden en wie bepaalt deze parameters? Is het misschien *B* zelf die, vanwege de informatievoorsprong, zijn eigen beloningschema kan dicteren, met alle gevolgen van dien?

In de volgende secties gaan we op deze vragen in. Sectie 4 behandelt een aantal aspecten gerelateerd aan prestatiebeloning, terwijl Sectie 5 wat uitgebreider stilstaat bij het toezicht. Eerst laten we echter zien dat het agentschapsprobleem inderdaad een serieus probleem is, en wel omdat van de overnamemarkt in dit geval weinig soelaas te verwachten valt.

3. DE OVERNAMEMARKT

Is het *corporate governance* probleem iets om ons zorgen over te maken? Lost de markt dat probleem niet vanzelf op? Als een bedrijf niet goed geleid wordt, heeft het dan geen hogere kosten dan een ander bedrijf en wordt het dan niet door dit andere bedrijf van de markt verdreven? Als een bedrijf niet goed geleid wordt, is het dan niet mogelijk dat een ander, beter, concurrerend management team het stuur overneemt en de aandeelhouderswaarde verhoogt? Het antwoord is beide vragen is nee, althans het antwoord is niet noodzakelijk ja. Op veel markten is productmarktconcurrentie niet dusdanig intensief dat hogere kosten automatisch tot faillissement leiden, marktkrachten kunnen dus onvoldoende sterk zijn om deugdelijk ondernemingsbestuur af te dwingen. We zullen in het onderstaande aan productmarktconcurrentie verder geen aandacht besteden. Met betrekking tot de tweede vraag hebben Grossman en Hart (1980) laten zien dat de overnamemarkt geplaagd wordt door een *free rider* probleem, waardoor deze niet goed functioneert. Bijgevolg hebben inefficiënte management teams weinig gevaar te duchten.

De reden dat de overnamemarkt niet efficiënt werkt is eenvoudig te zien. Veronderstel dat een raider, R , in staat is de aandeelhouderswaarde van w tot W (per aandeel) te verhogen. R biedt b per aandeel waarvoor geldt $w < b < W$: om de aandeelhouders over te halen het bod te accepteren, moet R minstens de huidige koers w bieden; bij een prijs van W of hoger is de overname voor R niet meer interessant, hij maakt dan immers zelf geen winst meer, terwijl er met het overnameproces wel kosten gemoeid zijn. R zal dus niet het volledige surplus aan de huidige aandeelhouders overdragen.²

² Empirisch blijkt echter dat bij overnames het gehele surplus bij het doelwit terechtkomt.

Een rationele, vooruitziende aandeelhouder ziet zich, voor elk aandeel dat hij bezit, geconfronteerd met het probleem uit de volgende tabel 1. (Elke cel in de matrix geeft de opbrengst voor de aandeelhouder, per aandeel, bij deze combinatie.)

	Bod slaagt	Bod faalt
Aanbieden	b	w
Niet	W	w

Tabel 1: Het *free rider* probleem bij overnames

Een kleine aandeelhouder heeft geen invloed op de uitkomst van het overnamegevecht: of het bod faalt of slaagt is onafhankelijk van wat hij doet. Als het bod faalt, wordt geen extra aandeelhouderswaarde gecreëerd; de aangeboden aandelen worden geretourneerd en de koers blijft op het lage niveau, w , steken. Als het bod slaagt, is R in staat het bedrijf over te nemen en de aandeelhouderswaarde tot W te verhogen. Een kleine aandeelhouder die denkt dat het bod zal slagen, doet er goed aan zijn stukken niet aan te bieden: in dit geval profiteert hij ten volle van de waardestijging, terwijl hij anders slechts ten dele profiteert ($b < W$); het is een dominante strategie de aandelen niet aan te bieden. Bijgevolg geldt dat als alle aanbieders klein zijn (preciezer: individueel te klein om de kans dat het bod slaagt te beïnvloeden), geen van hen zijn stukken zal aanbieden en de overnamepoging dus moet falen. Het inefficiënte management hoeft niet voor zijn baan te vrezen; potentiële waardestijgingen worden niet gerealiseerd, de markt faalt.

Het model van Grossman en Hart is (zeer) gestileerd. Variaties van het model kunnen suggereren waarom het in de praktijk toch tot overnames komt. Onzekerheid over het surplus dat de raider weet te realiseren alsmede de mogelijkheid van hybris aan de kant van die raider (overschatting van de te realiseren synergiewinsten; zie Roll (1986)) kunnen voor een aandeelhouder redenen zijn de aandelen in te leveren. Ook *corporate governance* problemen bij de overnemende partij kunnen tot een te hoog (en daarmee acceptabel) bod leiden: de beloning van bestuurders is positief gecorreleerd met de grootte van de onderneming, bestuurders kunnen dus baat hebben bij overnames die niet in het belang van hun aandeelhouders zijn. Verder is het ook mogelijk dat de raider de niet aangeboden aandelen laat verwateren, een bedreiging

die reden kan zijn de huidige prijs te accepteren. De raider kan wellicht zijn belang ook langzaam opbouwen. Op het moment dat hij een *toehold* Δ van de aandelen tegen een lagere prijs heeft opgebouwd, is hij bereid het restant tegen een hogere prijs, eventueel W , te verwerven omdat hij zo de winst op het *toehold* kan realiseren. De conclusie die al met al uit de literatuur getrokken kan worden is dat hoe slechter de bescherming van minderheidsaandeelhouders is, hoe beter de overnamemarkt kan werken. Overigens zullen aandeelhouders ervoor kiezen bepaalde bescherming in te bouwen: zo creëren ze onderhandelingsmacht en dwingen ze R een hogere prijs te betalen (Scharfstein, 1988).

Er is een relatief uitgebreide empirische literatuur over (vijandige) overnames, waarin overigens geen bewijs gevonden wordt voor de stelling dat vooral slecht presterende ondernemingen doelwit zijn. De ruimte ontbreekt om op deze literatuur in te gaan. We verwijzen naar Andrade et al (2001) voor een overzicht van de overnameactiviteiten in de VS gedurende de jaren 1990. De auteurs stellen vast dat toen ongeveer 4% van de zaken op enig moment vijandig van aard waren, veel minder dan in de jaren 1980. Ook heden ten dage is de markt weinig actief. Wij zullen er daarom verder geen aandacht aan schenken.

4. PRESTATIEBELONING

Geen enkel ander aspect van *corporate governance* heeft de afgelopen jaren zo in de belangstelling gestaan als de beloning van topbestuurders, die door toenmalig minister president Wim Kok als exhibitionistische zelfverrijking betiteld werd. De aandacht wordt mede verklaard door de menselijke neiging tot jaloezie, maar er is meer aan de hand. Ook in de Nederlandse *corporate governance* code is bezoldiging een belangrijk thema, waarvoor, in vier bladzijden tekst, twee principes en 14 *best practise* bepalingen geformuleerd worden. Uit de omvang alleen al blijkt dat het goed regelen van de bezoldiging van de bestuurders een van de meest belangrijke onderwerpen van de code is.

De code stelt dat bestuurders een adequate bezoldiging moeten ontvangen, zowel qua hoogte als qua structuur. De bezoldiging moet dusdanig zijn dat goede bestuurders

kunnen worden aangetrokken en behouden, en moet ertoe leiden dat de bestuurders in het belang van de onderneming handelen en niet in hun eigenbelang. De remuneratie kan bestaan uit een vast deel en een variabel deel, het laatste moet dan gekoppeld zijn aan meetbare, beïnvloedbare doelen en ertoe dienen de binding van de bestuurders aan de vennootschap te versterken. Falende bestuurders mogen bij ontslag niet beloond worden: de ontslagvergoeding bedraagt niet meer dan éénmaal het (vaste) jaarsalaris. Het bezoldigingsbeleid wordt vastgesteld door de algemene vergadering van aandeelhouders, de bezoldiging van individuele bestuurders door de raad van commissarissen. De hoogte en structuur van de bezoldiging van individuele bestuurders zijn openbaar.

De *best practise* bepalingen uit de code vullen de boven aangegeven principes in. Zij zien vooral toe op transparantie. Dat is inderdaad noodzakelijk, maar niet voldoende. De ervaringen uit het verleden, in het bijzonder in de VS, laten zien dat ook hier geldt: *the devil is in the details*. Gegeven het agentschapprobleem is, zoals we in Sectie 2 gezien hebben, prestatiebeloning een goed idee, echter als de beloningsstructuur niet goed is, kan het systeem in zijn eigen staart bijten en eerder tot slecht bestuur dan tot goed bestuur leiden. Van belang is allereerst dat aandeelhouders zich bewust zijn van het feit dat details belangrijk zijn en dat fouten in de structuur snel gemaakt worden. Ten tweede lijken niet alle *best practise* bepalingen in de Nederlandse code even goed doordacht, terwijl sommige (zoals bijvoorbeeld II.2.4, II.2.5 en II.2.8) misschien zelfs contraproductief zijn. Om deze beweringen te onderbouwen, bespreek ik in de rest van deze Sectie de economische lessen die te trekken zijn uit de ervaringen in de VS.

In een invloedrijk artikel in de *Harvard Business Review* in 1990 schreven Kevin Murphy en Michael Jensen dat naar hun mening destijds in de VS te weinig gebruik gemaakt werd van prestatiecontracten:

“The relentless focus on *how much* CEO’s are paid diverts public attention from the real problem *how* CEO’s are paid. In most publicly held companies, the compensation of top executives is virtually independent of performance. On average, corporate America pays its most important leaders like bureaucrats. Is it any wonder then that so many CEO’s act like bureaucrats rather than the value-maximizing entrepreneurs companies need to enhance their standing in world markets?”

(Jensen en Murphy, 1990)

In dat artikel lieten Jensen en Murphy zien dat op het eind van de jaren 1980 CEO's reëel niet meer verdienden dan net na de grote depressie: zo rond de \$ 850.000 (in dollars van 1988) en dat de bezoldiging van een CEO nauwelijks gerelateerd was aan de (extra) waarde die hij wist te creëren: \$ 1.000 in waarde leverde hem slechts \$ 2.59 op. De auteurs pleitten dan ook voor meer *high powered incentives*. Gedurende de jaren 1990 zou de beloningsstructuur inderdaad in die richting veranderen, zoals een recent artikel dat Jensen en Murphy samen met Eric Wruck schreven laat zien. (Zie voor een uitvoerig overzicht over remuneratie van topbestuurders ook Murphy, 1999). Gerekend in dollars van 2002, steeg de totale gemiddelde remuneratie van CEO's in de S&P 500 van \$ 850.000 in 1970 tot \$ 14 miljoen in 2000, met een terugval tot \$ 9,4 miljoen in 2002. In 1970 was bijna de volledige beloning in *cash* en deze component was gestegen tot \$ 2,2 miljoen in 2002. Echter, de inkomenscomponent die de grootste stijging liet zien was de waarde van opties: deze steeg van nul in 1970 tot \$ 7 miljoen in 2000, met een terugval tot \$ 4,4 miljoen in 2002. Opmerkelijk is dus niet alleen de sterk toegenomen beloning van CEO's, maar vooral het feit dat op het eind van de twintigste eeuw de beloningsstructuur zeer sterk verschilde van wat 10 jaar eerder nog gebruikelijk was. Ongeveer de helft van de beloning bestaat uit opties, een verdubbeling in vergelijking met 10 jaar eerder.

De volgende tabel illustreert dit voor de jaren 1992-2002

Jaar	1992	1993	2000	2001	2002
Salaris (%)	38	37	17	18	19
Bonus (%)	22	24	17	14	17
Opties (%)	24	23	49	54	47
Overig (%)	17	16	17	15	17
Totaal (\$m)	2,7	2,6	14	13	9,4

Tabel 2: Hoogte (in miljoenen dollars) en samenstelling van jaarsalarissen van CEO's van bedrijven in de S&P 500. Bron: Jensen, Murphy en Wruck (2004), p. 31

Tabel 2 suggereert dat Jensen en Murphy met hun pleidooi voor meer *high powered incentives* voor CEO's, voor een sterkere resultaatafhankelijkheid van de beloning,

succes gehad hebben. Zijn zij nu tevreden? Ze openen het recente, reeds genoemde, artikel met Wruck met:

“In their 1990 study of CEO compensation (...) Jensen and Murphy had this to say: “are current levels of CEO compensation high enough to attract the best and brightest individuals to careers in corporate management? The answer is probably not.” As the reader of this 105-page report will see, Jensen and Murphy would not give that answer today. Indeed, we have emphasized here that while executive compensation can be a powerful tool for reducing the agency conflicts between managers and the firm, compensation can also be a substantial source of agency costs if it is not managed properly.” (Jensen, Murphy en Wruck, 2004)

Wat is er misgegaan? Waarom zijn de inzichten veranderd? We zijn in Sectie 2 uitgegaan van het agentschapprobleem en hebben dit als optimaal contracteringsprobleem geformuleerd: de aandeelhouders, *A*, formuleren een contract dat de bestuurders, *B*, optimaal stimuleert om hun belangen te behartigen. In deze formulering ligt de onderhandelingsmacht bij *A*. In de praktijk zijn aandeelhouders, of de door hen gedelegeerde commissarissen, *C*, echter slechter geïnformeerd dan *B*, terwijl ze individueel ook een kleiner belang bij de onderhandelingen hebben dan *B*. Het is daarom niet onredelijk te veronderstellen dat *B* zal pogen de onderhandelingsmacht naar zich toe zal trekken en dat hij op zijn minst ten dele daar in zal slagen. Het ligt voor de hand dat de uitkomst van de contractonderhandelingen anders zal zijn indien de macht bij de manager *B* ligt: een contract dat voor *B* optimaal is ziet er anders uit dan een contract dat *A* optimaal beoordeelt.

Deze alternatieve theorie van de macht van de manager (*rent seeking*) gaat in feite reeds terug op Berle en Means (1932), waarin betoogd werd dat managers, *B*, controle of invloed uitoefenen op de *board*, *C*, om zo hun financiële compensatie te maximaliseren. In het begin van de jaren 1990 werd deze theorie met verve verdedigd in Crystal (1991), terwijl recent Bebchuk en Fried (2003, 2004) zich als advocaten opwerpen. Bijzonder interessant is het empirische paper Bertrand en Mullainathan (2003) waarin de twee alternatieven (optimale contractering tussen principaal en agent en *rent seeking*) tegenover elkaar geplaatst worden. Deze auteurs vinden bijvoorbeeld dat CEO's beloond worden voor geluk, voor goede resultaten die buiten hun toedoen tot stand komen, hetgeen in een voor *A* optimaal contract niet voor zal komen. (Zie

daartoe ook de mathematische appendix.) Merk bovendien op dat veel optiecontracten niet corrigeren voor algemene, gunstige, ontwikkelingen op de beurs, vandaar ook dat ze in de tweede helft van de jaren 1990 zo populair waren. Deze contracten belonen dus inderdaad voor geluk, hetgeen bewijs levert ten voordele van de “managerstheorie”. Aan de andere kant vinden Bertrand en Mullainathan ook dat in situaties waarin strak toezicht gehouden wordt, bijvoorbeeld omdat een grootaandeelhouder in de board, *C*, zit, de CEO minder voor geluk beloond wordt. Dat de manager, *B*, zal proberen zijn onderhandelingspositie uit te buiten hoeft dus niet te betekenen dat de Raad van Commissarissen, *C*, geen goed tegenspel zou kunnen bieden.

Informatief en interessant is tevens het debat tussen Bebchuk en Fried (2003) en Hall en Murphy (2003) in het *Journal of Economic Perspectives*, een debat waarop ook in Jensen, Murphy en Wruck (2004) teruggekomen wordt. In essentie menen de eersten dat in de onderhandelingen over de beloning van *B* de macht hoofdzakelijk bij *B* ligt, terwijl de overigen menen dat *A* en *C* effectief tegenwicht kunnen bieden. Alle partijen zijn het er echter over eens dat het onderhandelingsprobleem tussen *A-C* aan de ene kant en *B* aan de andere kant meer aandacht behoeft, en dat aandeelhouders zich goed moeten realiseren dat *B* natuurlijk zal proberen zijn onderhandelingsmacht zo goed mogelijk uit te buiten. Bebchuk en Fried verklaren het toegenomen belang van opties in de beloning van *B* uit de vraag van *B* (*B* realiseert zich hoe gunstig een dergelijke beloning voor hem uitpakt), terwijl de anderen het verklaren uit het aanbod van *A* en *C*: zij realiseren zich niet hoe duur opties eigenlijk zijn en ze bieden er bijgevolg teveel tegen een te lage prijs (meestal nul) aan. Voor de praktijk is het goed te weten dat opties inderdaad duur zijn, dat de economische wetenschap over instrumenten beschikt om de prijs van opties te bepalen en dat die wetenschap ook iets kan zeggen over hoe de opties optimaal gestructureerd zouden kunnen worden. Het lijkt mij dat deze inzichten in Nederland nog niet volledig benut worden.

Over de kosten: Hall en Murphy (2003) melden als vuistregel (gebaseerd op redelijke aannames over risico aversie en de mate van diversificatie van de CEO) dat een optie een bedrijf ongeveer twee keer zoveel kost als deze voor de bestuurder waard is. Dit wil niet zeggen dat opties inefficiënt zijn, het impliceert wel dat ze alleen dan een goed beloningsinstrument zijn als ze *B* inderdaad voldoende prikkelen om een goede

prestatie te leveren, zodat de totale te verdelen koek in voldoende mate groter wordt. Vergelijk de discussie in Sectie 2: het prikkelcontract met prestatieloon $w(c/b)$ kost A meer geld dan het B oplevert, maar het zet B aan tot werken, leidt tot een hoger surplus en is daarmee ook in het belang van A . De kosten/baten verhouding van een optie is gunstiger wanneer de uitoefenprijs lager is, het is daarom niet duidelijk dat opties met een uitoefenprijs lager dan de huidige koers suboptimaal zijn, soms zijn ze dat niet. Opties met een constante uitoefenprijs zijn echter veelal wel suboptimaal: het is beter de prijs te laten stijgen met de kapitaalkosten. Omdat opties voor de bestuurder waardevol zijn, hoeven ze niet voor niets weggeven te worden. Beter is het ze te verkopen aan de bestuurder, waarbij deze het geld, bijvoorbeeld van het bedrijf, leent als hij dat niet zelf op tafel kan leggen. Opties zijn één element in de beloningsstructuur; opties hoeven dus niet bovenop de reguliere beloning te komen, ze kunnen in plaats treden van de vaste component. Hall en Murphy (2003), waarnaar voor onderbouwing van bovenstaande beweringen verwezen wordt, laten zien dat het voor A optimale optiecontract met B in strijd kan zijn met diverse *best practise* bepalingen uit de Nederlandse code; het is goed dat die code dus niet verplicht is. Gelukkig is ook de bepaling uit de conceptcode dat de variabele bezoldigingscomponent niet meer dan 50 procent van de totale bezoldiging mag bedragen niet in de definitieve Nederlandse code opgenomen.

Ook andere beloningscomponenten zijn niet onproblematisch. De code zegt weinig over bonussen, behalve dat deze aan vooraf bepaalde, meetbare en beïnvloedbare doelen gekoppeld moeten zijn en dat deze op korte termijn en deels op lange termijn gerealiseerd moeten worden. De verwijzing naar de korte termijn is hierbij problematisch. Uit de economische literatuur is bovendien bekend dat de “trapfuncties” die in de praktijk veelvuldig gehanteerd worden suboptimaal zijn: een lineair bonussysteem is beter omdat men dan geprikkeld blijft en geen *incentive* heeft cijfers over omzet en winst te manipuleren of door omzet te schuiven naar een andere periode. Ook op dit punt is vermoedelijk nog veel winst te behalen.

Tenslotte is ook over het begrip winst nog veel te zeggen. Er hoeft geen of in ieder geval slechts een zwakke relatie te bestaan tussen de boekhoudwinst zoals deze voor verslaglegging gebruikt wordt en de economische waarde op de lange termijn. Belonen van (korte termijn) winst kan dus ten kosten gaan van waarde op lange

termijn. Het zou allemaal veel eenvoudiger zijn als de kapitaalmarkten efficiënt zouden werken en de beurswaarde een goede graadmeter zou zijn voor de lange termijn waarde. In dit geval was een contract gekoppeld aan die beurswaarde een goed idee. Bij systematische afwijkingen is dat veel minder het geval. In zulke situaties dreigt het gevaar van overwaardering en is een belangrijke rol weggelegd voor de Raad van Commissarissen, zoals we in de volgende sectie zullen zien. (Zie Jensen, (2004) over de problemen verbonden met overwaardering, en Shleifer (2004) voor een discussie over de vraag of managers zich aan onethisch gedrag kunnen onttrekken.)

5. TOEZICHT

Het (uitgebreide) hoofdstuk 3 van de Nederlandse *corporate governance* code gaat over de raad van commissarissen, *C*, waarvoor vijf principes geformuleerd worden. Opmerkelijk is eerst en vooral dat aan *C* een dubbele doelstelling wordt meegegeven: de raad heeft tot taak toezicht te houden op *B* en zij dient *B* van advies. Volgens de code heeft de raad, direct of indirect, via haar drie kerncommissies (de remuneratiecommissie, de selectie- en benoemingscommissie en de auditcommissie) diverse belangrijke taken: zij is verantwoordelijk voor de selectie, benoeming, remuneratie en beoordeling van het bestuur, alsmede voor het toezicht op dat bestuur en het functioneren daarvan. Sinds de inwerkingtreding van de nieuwe structuurnetwet in Nederland op 1 oktober 2004 kan de algemene vergadering van aandeelhouders, *A*, beslissen over de benoeming en het ontslag van commissarissen. *C* is daarentegen verantwoordelijk voor zijn eigen functioneren, en de raad wordt geacht onafhankelijk en deskundig te zijn. De aandeelhouders, *A*, bepalen de bezoldiging van *C*, die, zo stelt de code, niet afhankelijk mag zijn van de resultaten van de vennootschap. Diverse “*best practise*” bepalingen binden *C* aan bepaalde voorschriften en procedures en zorgen voor transparantie, zodat *A* adequaat toezicht kan houden op de toezichthouder *C*.

Het is misschien goed te vermelden dat Adam Smith reeds inging op een dergelijke raad en dat hij er weinig vertrouwen in had. Hij schreef:

“The trade of a joint stock company is always managed by a court of directors. This court, indeed, is frequently subject, in many respects, to the control of a general court of proprietors. But the greater part of those proprietors seldom pretend to understand anything of the business of the company, and when the spirit of faction happens not to prevail among them, give themselves no trouble about it, but receive contentedly such half-year or yearly dividends as the directors think proper to make to them.”
(*Wealth of Nations*, Book V, Hoofdstuk I, Deel III, Artikel I.)

De Nederlandse code benadrukt dus terecht de deskundigheid van de leden van de raad van commissarissen. Deskundigheid is echter niet voldoende, de leden van *C* moeten ook gemotiveerd zijn datgene te doen wat ze geacht worden te doen: het agentschapprobleem speelt ook hier. Wij willen in deze Sectie kort stilstaan bij twee aspecten hiervan: zijn de twee doelstellingen voor *C* niet onderling conflicterend en waarom is het gewenst dat de bezoldiging van *C* onafhankelijk is van het resultaat van de onderneming?

Naast *C* zijn er natuurlijk nog diverse andere *stakeholders* die toezicht houden. Hoofdstuk 4 van de Nederlandse *corporate governance* code gaat in op de rol van de aandeelhouders, *A*, en de speciale rol van institutionele beleggers. De laatste groep is interessant omdat bij hen ook eigendom en stemkracht gescheiden zijn, en omdat zij een groot gedeelte van het kapitaal vertegenwoordigen. In deze sectie zullen we ook kort stilstaan bij de vraag wat verwacht mag worden van het toezicht door *A* en van aandeelhoudersactivisme door institutionele beleggers verwacht mag worden.

We merken overigens op dat de theorieontwikkeling binnen de economische wetenschap op dit gebied minder ver is voortgeschreden dan bij het onderwerp dat we in de vorige Sectie bij de kop hadden; zie echter Hermalin en Weisbach (2003) voor een recent overzicht. Er is wel relatief veel empirische literatuur. Omdat de situatie in verschillende landen erg verschillend is en een groot gedeelte van de literatuur sowieso betrekking heeft op de VS, moet men echter zeer voorzichtig zijn met het trekken van conclusies: de inzichten hoeven niet geldig of relevant te zijn in de Nederlandse of Europese situatie. Franks et al. (2001) laten bijvoorbeeld zien dat er essentiële verschillen zijn tussen de VS en het VK. Voor een recent artikel over de toezichthoudende rol van de Nederlandse Raad van Commissarissen, zie Cools en Van Praag (2004). Hun belangrijkste conclusie: het feit dat de beurswaarde stijgt na

een door *C* afgedwongen ontslag van een lid van het bestuur laat zien dat aandeelhouders de toezichthoudende rol van *C* waarderen. Deze conclusie is, gelukkig, positiever dan die van Franks et al. (2001) (“at least two parties – non-executive directors and directors with large share stakes – tend to entrench management by reducing board turnover in poorly performing firms”), maar impliceert niet dat geen verbetering mogelijk zou zijn.

Allereerst dus de vraag of de dubbele doelstelling niet problematisch is: kan een raad die toezicht moet houden ook goed advies geven en omgekeerd? In een theoretisch paper onderzoeken Adams en Ferreira (2003) deze vraag. Zij beginnen hun artikel met een citaat uit *The Economist*:

“Too much emphasis on monitoring tends to create a rift between non-executive and executive directors, whereas the more traditional job of forming strategy requires close cooperation. In both activities, though, independent directors face the same problem: they largely depend on the chief executive and the company’s management for information.”

Het artikel van Adams en Ferreira werkt deze gedachte verder uit en argumenteert dat, vertaald naar de Nederlandse situatie, *B* meer informatie zal verschaffen wanneer *C* een zuivere adviesrol heeft dan wanneer *C* ook toezicht moet houden, terwijl een *C* met een zuivere toezichtstaak de minste informatie zal krijgen. Het argument is eenvoudig: goed advies vereist informatie en hoe meer informatie *C* heeft, hoe beter een adviseur zijn werk kan doen. Omdat *B* profiteert van beter advies, zal hij bereid zijn een *C* die louter adviseert ruim van informatie te voorzien. Indien *C* echter een zuiver toezichthoudende taak heeft zijn de belangen van *B* en *C* ten dele tegengesteld en zal *B* niet die informatie verschaffen die tegen hem gebruikt kan worden. Bij een hybride *C* zal *B* schipperen. De conclusie is dat een dubbele doelstelling niet optimaal hoeft te zijn en dat verschillende “stijlen van *C*” mogelijk zijn. In dit verband zou het bovenvermelde resultaat van Franks et al (2001) geïnterpreteerd kunnen worden door te stellen dat een “Amerikaanse *C*” zich meer richt op toezicht en een “Engelse *C*” meer op advies. Een Raad van Commissarissen kan ervoor kiezen zich te binden bepaalde informatie niet tegen *B* te gebruiken; bij zo’n commitment (“een meedenkende raad”) is het bestuur bereid meer informatie te verschaffen, waardoor

het beleid uiteindelijk beter kan zijn. Men kan zich echter ook voorstellen dat *C* zich tot toezicht beperkt en dat de aandeelhouders ervoor kiezen een aparte adviesraad in te stellen.

Waarom mag de bezoldiging van een commissaris niet afhankelijk gemaakt worden van de resultaten van de vennootschap? De commissie Tabaksblat heeft, voor zover mij bekend, de diverse *best practise* bepalingen niet gemotiveerd, zodat deze vraag niet eenvoudig te beantwoorden is. Uit de literatuur is bekend dat grootaandeelhouders over het algemeen beter toezicht houden en effectiever tegenwicht bieden tegen het bestuur. Zou het daarom niet voor de hand liggen ook commissarissen een prestatiebeloning te geven? Geldt dit niet sterker nu in Nederland *C* ook een adviestaak heeft?

Prestatiebeloning, mits goed vormgegeven, kan in belangrijke mate tot een hogere aandeelhouderswaarde en beurskoers bijdragen, zoals we ook in het voorgaande hebben aangegeven. Echter, de in de Secties 2 en 4 besproken literatuur richt zich praktisch uitsluitend op het traditionele agentschapprobleem en de daarmee verbonden te lage beurskoers. Indien kapitaalmarkten niet efficiënt zijn, behoort echter ook een te hoge beurskoers tot de mogelijkheden. De laatste jaren van de twintigste eeuw illustreren dat deze mogelijkheid reëel is en dat ook een beurskoers die hoger is dan wat reëel gerechtvaardigd is grote problemen kan opleveren. Immers, geplaatst voor de keuze tussen de beurskoers te proberen te rechtvaardigen (door de winst op te krikken, al dan niet met geoorloofde middelen) of deze naar beneden te praten zal een bestuurder veelal voor het eerste kiezen, zeker indien hij een prestatiecontract heeft waarin opties een grote rol spelen. Voor een commissaris met prestatiebeloning is het vermoedelijk niet anders. Iemand wiens beloning onafhankelijk is van het resultaat heeft misschien niet de *incentive* om zich erg in te spannen, maar hij ondervindt in ieder geval ook geen prikkel om te liegen. Het bezoldigingsprincipe uit de Nederlandse *corporate governance* code zou ertoe kunnen leiden dat commissarissen serieus voorkomen dat het aandeel overgewaardeerd wordt, met alle problemen van dien.

Hoewel de *best practise* bepaling III.7.1 uit de Nederlandse code dus misschien gerechtvaardigd kan worden, is dat vermoedelijk niet het geval voor de bepaling

III.3.4 die stelt dat iemand maximaal vijf commissariaten mag vervullen, waarbij dan ook nog een voorzitterschap dubbel telt. Niet alleen is deze grens willekeurig, er is geen enkele economische rechtvaardiging voor deze hoeveelheidsrestrictie te bedenken.

Tot slot een paar opmerkingen over toezicht door de kleine aandeelhouders en de institutionele beleggers. De Nederlandse code stelt:

“Goede corporate governance veronderstelt een volwaardige deelname van aandeelhouders aan de besluitvorming.”

Die veronderstelling is te optimistisch: een rationele aandeelhouder, althans een kleine, bemoeit zich niet met dergelijke zaken. Hij doet er sowieso verstandig aan niet in individuele bedrijven, maar in een index te beleggen. Ook stemmen op afstand zal geen grotere betrokkenheid weten te bewerkstelligen. Blijven over de institutionele beleggers. De “Jean Frijnsen” van deze wereld zijn ook agenten die handelen namens degenen die het geld hebben ingelegd. De code stelt terecht dat institutionele beleggers primair in het belang van hun achterliggende begunstigden handelen. Is het in het belang van deze beleggers dat een pensioenfonds een hele afdeling voor toezicht inricht en zich actief met de *governance* van diverse bedrijven bemoeit? Het antwoord is vermoedelijk nee. Deze beleggers willen vermoedelijk de kosten besparen en meeliften op het toezicht van anderen. Hoe dit ook zij, de ervaring in de VS leert dat het weinig oplevert. Black (1998) schrijft:

“A small number of American institutional investors, mostly public pension plans, spend a trivial amount of money on avert activism efforts (...). The currently available evidence, taken as a whole, is consistent with the proposition that the institutions achieve the effects on firm performance that one might expect from this level of effort – namely not much.”

Zoals gezegd, het is niet duidelijk dat dit inefficiënt is. Mijn conclusie is dat toezicht vooral door de Raad van Commissarissen gehouden moet worden en dat de aandeelhouders het voor de rest vooral van een goed prestatiecontract van de Raad van Bestuur moet hebben.

6. BESLUIT

In dit artikel zijn we ingegaan op een aantal economische aspecten van deugdelijk ondernemingsbestuur. Ik heb gepoogd te laten zien dat er een economische literatuur is die voor de praktische vraag van hoe *good corporate governance* te garanderen zeer relevant is, ik heb de deur naar deze literatuur opengezet en hoop dat de inzichten daaruit ook in het Nederlandse debat meer gebruikt zullen worden. Het artikel heeft ook laten zien dat er nog veel vragen open zijn, dat bepaalde belangrijke aspecten nog nauwelijks onderzocht zijn en dat tot voor kort de economische literatuur sterk op de Amerikaanse context gebaseerd was. Gelukkig is in dit laatste, met de komst van het European Corporate Governance Institute, verandering gekomen. De lezer is verwezen naar de website van dat instituut, www.ecgi.com voor meer informatie.

De Amerikaanse, of op zijn minst Angelsaksische, dominantie impliceert natuurlijk dat resultaten uit de literatuur niet zonder meer in de Nederlandse context toepasbaar zijn. Toch geloof ik dat er voldoende substantie in de literatuur zit, ook voor de Nederlandse situatie. In de Secties 4 en 5 hebben we diverse voorbeelden daarvan gegeven, zonder twijfel zijn ook andere te geven. Ook verwijzingen naar De Jong et al (2001) en Cools en Van Praag (2003) mogen op deze plaats niet ontbreken. De economische literatuur leidt op zijn minst tot een iets ander perspectief, zij leidt dus tot een beter begrip of de voorgestelde “*best practise*” bepalingen inderdaad “*best practise*” zijn. Zoals we gezien hebben zijn bij een aantal bepalingen op zijn minst vraagtekens te plaatsen. Omdat de duivel in de details zit lijkt het verstandig het debat verder te voeren per principe en per bepaling.

Gelukkig leidt het voorgestelde “pas toe of leg uit”-principe er inderdaad toe dat zo’n debat inderdaad mogelijk wordt. Een commissie, hoe wijs ook, heeft niet de volledige wijsheid in pacht. Niet alle *best practise* bepalingen zijn optimaal en zelfs als ze dat in de huidige situatie wel zouden zijn, dan impliceert dit niet dat ze dat ook in de toekomst nog zijn. Voor een “afvinkmentaliteit” moet inderdaad gewaakt worden. Het “pas toe of leg uit”-principe maakt concurrentie op dit gebied mogelijk en vergemakkelijkt innovatie en de transitie naar steeds betere corporate governance. Ik denk dan ook dat Adam Smith dit principe zou hebben toegejuicht; in ieder geval

heeft de grondlegger van onze wetenschap zich duidelijk uitgedrukt over de gevaren van regulering, en van regulering op verzoek van de sector zelf in het bijzonder

“The proposal of any new law or regulation of commerce which comes from this order, ought always be listened to with great precaution and ought never to be adapted, till after having been long and carefully examined, not only with the most scrupulous, but with the most suspicious attention. It comes from an order of men, whose interest is never exactly the same with that of the public, who have generally an interest to deceive and even oppress the public and who accordingly have, upon many occasions, both deceived and oppressed it.”

(*Wealth of Nations*, Boek I, Hoofdstuk XI)

De sluipende beurskrach van het begin van deze eeuw (sinds de zomer van 2000) en de diverse boekhoudschandalen, ook bij Nederlandse ondernemingen, hebben beleggers duidelijk gemaakt dat Adam Smith het ook in dit geval goed gezien had. Laten we hopen dat ze zich zijn wijze raad nog lang zullen herinneren. In ieder geval is zijn oproep tot gedetailleerde bestudering van de voorgestelde *corporate governance* codes niet aan dovemansoren gericht.

REFERENTIES

Adams, Renée en Daniel Ferreira (2000), “*A theory of friendly boards*”, discussion paper, Stockholm School of Economics.

Andrade, Gregor Mark Mitchell, and Erik Stafford, 2001, “New Evidence and Perspectives on Mergers”, *Journal of Economic Perspectives* **15**, 1003-120.

Bebchuk, Lucian and Jesse Fried (2003), “Executive compensation as an agency problem”, *J. Economic Perspectives* **17**, 71-92.

Bebchuk, Lucian, and Jesse Fried (2004), *Pay without Performance: The Unfulfilled Promise of Executive Compensation*, Harvard University Press, November 2004

Becht, Marco, Patrick Bolton and Ailsa Roëll (2002), “*Corporate governance and control*”, working paper 02/2002, European Corporate Governance Institute.

Berle, A. A., and G. Means (1932), *The Modern Corporation and Private Property* (The Macmillan Company, New York).

Bertrand, Marianne and S. Mullainathan, 2001, Are CEO's Rewarded for Luck? The Ones without Principles Are, *Quarterly Journal of Economics* **116**, 901-32.

Bewley, Truman (1999), *Why wages don't fall during a recession*”, Harvard University Press.

Black, Bernard, 1998, Shareholder Activism and Corporate Governance in the U.S., in Peter Newman, ed.: *The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law* (Macmillan Reference Limited, London and Basingstoke).

Commissie Corporate Governance (2003), “*De Nederlandse corporate governance code, beginselen van deugdelijk ondernemingsbestuur en best practise bepalingen*”, te downloaden van www.commissiecorporategovernance.nl.

Cools, Kees en C. Mirjam van Praag (2003), "*The value relevance of top executive departures*", Tinbergen Instituut DP 2003-051

Crystal, Graef (1991), "*In search of excess*". Norton Publishing Company, New York.

De Jong, Abe, Douglas V. DeJong, Gerard Mertens, Charles E. Wasley, 2001, "*The Role of Self-Regulation in Corporate Governance: Evidence from the Netherlands*", University of Rochester: Simon School of Business Working Paper No. FR 00-20.

Franks, Julian, Colin Mayer en Luc Renneboog (2001), "Who disciplines management in poorly performing companies", *Journal of Financial Intermediation* **10**, 209-248

Frey, Bruno and Margit Osterloh (2004), "*Yes, managers should be paid like bureaucrats*", working paper 187, Institute for empirical research in economics, University of Zurich.

Grossman, Sanford, and Oliver Hart, 1980, "Takeover Bids, the Free-Rider Problem and the Theory of the Corporation", *Bell Journal of Economics* 11, 42-64.

Hall, Brian en Kevin Murphy (2003), "The trouble with stock options". *J. Economic Perspectives* **17**, 49-71.

Hermalin, Benjamin E., and Michael S. Weisbach (2003), "Boards of Directors as an Endogenously Determined Institution: A Survey of the Economic Literature", *Economic Policy Review*, 7-25.

Jensen, Michael (2001), "*Value maximization, stakeholder theory and the corporate objective function*". Te downloaden van www.ssrn.com.

Jensen, Michael (2004), "*Agency costs of overvalued equity*". Te downloaden van www.ssrn.com.

Jensen, Michael and William Meckling (1976), "Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure". *J. Financial Economics* 3, 305-360.

Jensen, Michael en Kevin Murphy (1990), "CEO incentives: it's not how much you pay, but how", *Harvard Business Review* 68, 138-153.

Jensen, Michael, Kevin Murphy and Eric Wruck (2004), "*Remuneration: where we've been, how we got to here, what are the problems and how to fix them*". Finance Working Paper 44/2004, European corporate governance institute.

Murphy, Kevin, 1999, Executive Compensation, in Orley Ashenfelter, and David Card, eds.: *Handbook of Labor Economics* (North Holland).

OECD (2004), Principles of good corporate governance, OECD, Parijs.

Roll, Richard, 1986, "The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers", *Journal of Business* 59, 197-216.

Scharfstein, David, 1988, "The Disciplinary Role of Takeovers", *Review of Economic Studies* 55, 185-99.

Shleifer, Andrei (2004), "Does competition destroy ethical behavior?", *American Economic Review, papers and proceedings*.

Smith, Adam (1776), An inquiry into the wealth of nations.

APPENDIX

We gaan uit van de situatie waarin een aandeelhouder A een manager/bestuurder B inhuurt om voor hem een project uit te voeren. We maken een aantal vereenvoudigende aannamen: A is risiconeutraal, hij is alleen in de verwachte (netto) opbrengst van het project geïnteresseerd; B is risico-avers, alleen door geld gemotiveerd en liever lui dan moe; een succesvol project levert 1 op, anders is de opbrengst 0. A biedt B een contract aan dat een loon w_0 uitbetaalt in het geval het project faalt en een loon w_1 in het geval het project een succes is. Indien B dit contract aanneemt bepaalt deze de mate, e , waarin hij zich inspant ten voordele van zijn principaal. Het inspanningsniveau e is verbonden met een succeskans $p(e)$ voor het project en nutskosten $c(e)$ voor B . Bij een contract (w_0, w_1) en inspanningsniveau e is de opbrengst voor A , de aandeelhouderswaarde, gelijk aan

$$(1) \quad V = -(1-p(e))w_0 + p(e)(1 - w_1)$$

terwijl het verwachte nut voor B gelijk is aan

$$(2) \quad U = (1-p(e))U(w_0) + p(e)U(w_1) - c(e),$$

Zonder beperking van de algemeenheid normaliseren we de nutsfunctie U zodanig dat $U(0) = 0$ en $U(1) = 1$, en nemen we aan dat A een contract zal aannemen zolang hem dat minstens nut nul oplevert. We vereenvoudigen nog verder door aan te nemen dat slechts twee waarden van e mogelijk zijn: $e = 0$ (niets doen) of $e = 1$ (hard werken). We nemen aan dat niets doen niets kost ($c(0) = 0$), maar ook niets oplevert ($p(0) = 0$), en vereenvoudigen onze notatie door te schrijven $c(1) = c$ en $p(1) = b$. Tenslotte nemen we aan dat $b > c$, hetgeen impliceert dat als de manager het project in eigendom heeft deze zich in zal spannen.

Het belangenconflict is nu dat A liefst ziet dat B zich inspant ($e = 1$ kiest), maar dat dit voor B met kosten gepaard gaat, en dat B dus niet automatisch zal doen wat A wenst. Elk drietal (w_0, w_1, e) levert (gegeven de parameters b en c) een bepaald nutsniveau voor A en B op. Gegeven de risiconeutraliteit van A en de risico-aversie van B zijn alleen contracten waarbij A volledig het risico draagt en B volledig verzekerd is, dat

wil zeggen contracten met $w_0 = w_1$, (Pareto) optimaal. Bij zo'n arbeidscontract, waarbij het loon onafhankelijk is van de uitkomst van het project, zal B zich echter niet noodzakelijk inspannen. Immers, (2) laat zien dat A zich, bij een vast loon, nutskosten ter hoogte van c kan besparen als hij zich niet inspannt. Welk contract tot stand zal komen hangt af van hoe de onderhandelingsmacht verdeeld is en op welke informatie de contractpartijen kunnen conditioneren. Laten we voor het vervolg aannemen dat de markt voor bestuurders competitief is, zodat A alle onderhandelingsmacht heeft. Ter vereenvoudiging van de notatie in hetgeen volgt, schrijf $w(x)$ voor dat loon waarvoor geldt $U(w(x)) = x$. Dit is dus het vast loon dat de manager een nut van x oplevert. Merk op dat, vanwege de risico-aversie van de manager geldt dat: $w(x) < x$ voor $0 < x < 1$.

De eerste situatie die we analyseren is die waarbij A in staat is waar te nemen welke actie B kiest. In dit geval zal A eisen dat B zich inderdaad inspannt, $e = 0$ leidt immers tot $V \leq 0$. In principe kan A een contract aanbieden dat zowel conditioneert op de gekozen actie als op de gerealiseerde uitkomst. Omdat in ons voorbeeld de output volledig door de input en het toeval bepaald wordt, hoeft A alleen op de input te letten: hij betaalt voor de geleverde inspanning, niet voor het bereikte resultaat. De manager B is bereid voor een vast loon dat minstens gelijk is aan $w(c)$ te werken en omdat A alle onderhandelingsmacht heeft zal hij niet meer bieden. Formeel is de oplossing in deze situatie: A biedt B een contract aan dat $w(c)$ uitbetaalt als B zich inspannt en niets als B luiert; B zal het contract aannemen en zich inspannen; het nut van B is gelijk aan 0, het nut van A (de netto waarde van de onderneming) is gelijk aan

$$(3) \quad V_1 = b - w(c),$$

waar het subscript "1" refereert aan de "first best" situatie.

Indien de acties van B niet kosteloos waarneembaar zijn doet A er echter niet verstandig aan een contract met een vast loon $w(x)$ aan te bieden. Bij een resultaatsonafhankelijk loon zal B er dan immers voor kiezen zich niet in te spannen. Toezicht, zo veronderstellen we, stelt A in staat waar te nemen welke actie B neemt. Een contract tussen A en B kan dan voorschrijven dat A toezicht houdt en kan

vervolgens conditioneren op de door B gekozen actie. Indien monitoring met kosten m gepaard gaat, is de waarde van de onderneming in dit geval gelijk aan

$$(4) \quad V_m = b - w(c) - m.$$

Toezicht is echter niet de enige mogelijkheid om B ertoe te brengen zich in te spannen: A kan B een dusdanig contract aanbieden dat het in B 's eigenbelang is dat te doen. Een mogelijkheid hiertoe is dat A het project aan B verkoopt. Omdat $b > c$ is B bereid het project over te nemen zolang de prijs niet te hoog is, en als B het project in eigendom heeft zal hij zich inspannen. Vanwege de risico-aversie van B en de risiconeutraliteit van A is volledig overdragen van het project in het algemeen echter niet optimaal. Meer algemeen geldt dat A zich in zal spannen bij elk arbeidscontract (w_0, w_1) waarvoor geldt dat zijn nut bij inspannen groter is dan zijn nut bij luieren. Deze conditie kan geschreven worden als

$$(5) \quad U(w_1) - U(w_0) \geq c/b$$

Een voorwaarde die de “*incentive compatibility*” voorwaarde genoemd wordt. Het zal duidelijk zijn dat A er geen belang bij heeft B uit te betalen indien het project geen succes oplevert; in een optimaal contract geldt dus $w_0 = 0$, terwijl tevens (5) zal gelden met gelijkheid. Kortom: het optimale “prikkelcontract” biedt B een prestatieloon van $w(c/b)$ bij succes en een loon van 0 bij falen. De waarde van het bedrijf in dit geval is gelijk aan

$$(6) \quad V_p = b(1 - w(c/b))$$

Merk op dat $bw(c/b) > w(c)$ zodat $V_p < V_I$: ook een prikkelcontract kan het agentschapprobleem niet kosteloos oplossen; de aandeelhouderswaarde van het bedrijf is kleiner dan bij afwezigheid van het agentschapprobleem het geval zou zijn.

De conclusie is duidelijk: A heeft de keuze tussen toezicht hetgeen hem de winst V_m als in (4) oplevert of prikkelen, hetgeen V_p als in (6) oplevert; hij kiest wat voor hem het meest gunstig is. Wat hij ook kiest, de waarde van zijn bedrijf is geringer dan

wanneer er geen agentschapprobleem zou zijn: om het *corporate governance* probleem op te lossen moeten kosten gemaakt worden.

We zijn ons verhaal begonnen met de financier, A die de bestuurder, B , inhuurt. We hadden ook aan de andere kant kunnen beginnen. Stel dat de risico-averse B het risicovolle project bezit, maar wil diversificeren en daartoe toegang tot de risiconeutrale kapitaalmarkt zoekt om zo efficiëntiewinst te behalen. Als B een deel $(1 - s)$ in het project verkoopt voor een prijs p is zijn nut bij werken $(1 - b)U(p) + bU(p + s) - c$, terwijl niet werken $U(p)$ oplevert. Bij werken draagt B de volledige kosten, terwijl hem dat slechts een fractie s van de baten oplevert. Het is daarom niet duidelijk dat bij geringe s B nog gemotiveerd is om te werken. B zal gedwongen zijn een groter deel van het risico te behouden dan hij eigenlijk zou willen.